

# 专业视讯产品的开拓者和领先者



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

## 研究结论

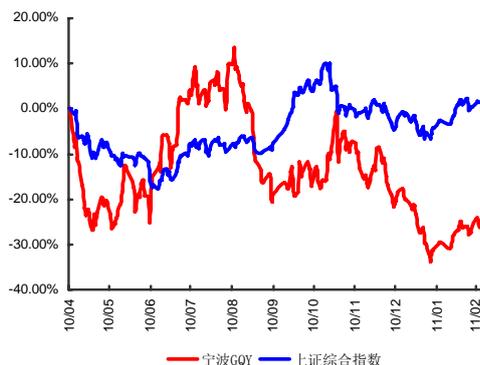
- **专业视讯领域，未来市场需求快速膨胀。**专业视讯产品是视讯行业未来发展方向，市场需求将呈现爆发式增长。作为专业视讯产品，大屏幕拼接显示系统已经在公安、军队、交通、政府、高铁、金融、能源、大型企业、广电等众多领域得到了广泛的应用，预计到2012年产值可以达到25.63亿元；数字实验室系统随着教育部课改的持续深入，未来市场将越来越大，大约有345亿市场空间。
- **公司是专业视讯产品的开拓者和领先者。**公司从做大屏幕起步，以雄厚经营实力和成熟的产业结构，确立行业领先地位。近年来，公司早已超越单一产品模式，除大屏幕产品均保持良好发展态势，经营业绩稳步提升外，数字实验室系统产品正形成新的收入增长点。创新和技术是公司两大核心竞争力，一体化双引擎成像技术、屏幕独立悬浮挂装技术等多项技术是公司独有的技术，国内外领先。随着募投资项目资金到位，公司也在不断发展深度协销的渠道营销模式，大力发展代理商，扩大市场份额。我们认为深度协销的渠道营销模式更有利于拿大屏幕订单，对公司未来在大屏幕市场的开拓极为有利。
- **高铁建设将推动公司快速发展。**铁道部未来将在北京、上海、广州等重要城市建设八个高铁专线调度指挥中心，对80英寸大屏需求急剧上升，总应用量将超过2000套，近期对大屏幕需求有4个亿左右市场空间。公司目前在铁路领域承建多个项目，产品应用于监控指挥中心。在城市轨道交通、IP视频监控等新兴领域对大屏幕需求也相当旺盛。
- **教改持续深入促使公司教育领域产品呈现爆发式增长。**教育领域的体量将会无比庞大，大约有345亿市场空间，未来在我国初中、高中将普遍配备基于传感器测量的数字化教学实验系统，即建设高端探究性“数字实验室”。目前公司的市场在北京、长三角、珠三角等沿海城市，这也是公司未来的主战场，近期收购鑫森电子，大大强化了公司在华东区域、长三角地区教育领域产品市场的领导地位。
- **我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.54元、0.79元、1.17元。**结合公司的成长性和所属行业的平均水平，给予公司2011年37倍PE，12个月的目标价为29.2元，给予公司“增持”评级。
- **风险因素：**公司可能存在新产品开发的竞争和市场风险。

**王天一** 军工行业高级分析师  
执业证书编号：S0860210060001

**联系人** 郑青  
zhengqing@orientsec.com.cn

|               |                         |
|---------------|-------------------------|
| 投资评级          | 买入 <b>增持</b> 中性 减持 (首次) |
| 股价(2011年3月4日) | 25.13元                  |
| 目标价格          | 29.20元                  |
| 总股本/A股(万股)    | 10,600/2,728            |
| A股市值(百万元)     | 2664                    |
| 国家/地区         | 中国                      |
| 行业            | 电子行业                    |
| 报告发布日期        | 2011年3月7日               |

## 股价表现



资料来源：WIND

## 财务预测 (百万元)

|         | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 213   | 252   | 341   | 486   |
| 同比(%)   | 21%   | 18%   | 35%   | 42%   |
| 净利润     | 52    | 57    | 84    | 124   |
| 同比(%)   | 30%   | 11%   | 46%   | 48%   |
| 毛利率(%)  | 53.1% | 55.6% | 55.5% | 55.0% |
| ROE(%)  | 30.0% | 5.4%  | 7.3%  | 9.8%  |
| 每股收益(元) | 0.49  | 0.54  | 0.79  | 1.17  |
| P/E(X)  | 51.35 | 46.30 | 31.74 | 21.41 |
| P/B(X)  | 15.41 | 2.52  | 2.33  | 2.10  |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| <b>一、专业视讯领域，未来市场需求快速膨胀</b> .....    | <b>4</b>  |
| 1、技术进步和市场需求扩大推动视讯市场不断发展 .....       | 4         |
| 2、专业视讯产品是视讯行业未来发展方向 .....           | 4         |
| 3、大屏就是典型的专业视讯产品，产业规模发展势头迅猛 .....    | 5         |
| 4、数字实验室系统是专业视讯产品在教育领域的重要产品 .....    | 9         |
| <b>二、GQY 是专业视讯产品的开拓者和领先者</b> .....  | <b>10</b> |
| 1、公司从做大屏起步，但现在早已超越单一产品模式 .....      | 10        |
| 2、创新是 GQY 最根本战略，技术进步推动了公司不断发展 ..... | 11        |
| 3、销售模式优化推升公司业绩 .....                | 12        |
| 4、毛利率保持较高水平，费用率将呈下降趋势 .....         | 14        |
| <b>三、高铁建设、教改深入将推动公司快速发展</b> .....   | <b>15</b> |
| 1、国家高铁建设对公司大屏幕需求急剧上升 .....          | 15        |
| 2、其他新兴领域对公司大屏幕需求也相当旺盛 .....         | 16        |
| 3、教改持续深入促使公司教育领域产品呈现爆发式增长 .....     | 16        |
| 4、3D 拼接屏技术将开拓新的市场空间 .....           | 18        |
| <b>四、盈利预测与估值分析</b> .....            | <b>19</b> |
| 1、募投项目将巩固公司行业地位，丰富公司产品结构 .....      | 19        |
| 2、盈利预测 .....                        | 19        |
| 3、估值分析 .....                        | 22        |
| 4、风险提示 .....                        | 23        |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 视讯行业未来发展趋势 .....                          | 4  |
| 图 2: 会议系统、室内展示、广告显示以及教育位列专业视讯产品市场份额前四位 .....   | 5  |
| 图 3: 大屏幕拼接显示系统在众多领域得到了广泛的应用 .....              | 7  |
| 图 4: 十一五期间国内大屏幕拼接显示系统下游市场份额 .....              | 7  |
| 图 5: 我国大屏行业正处于快速发展期 .....                      | 8  |
| 图 6: 公司数字实验室系统 .....                           | 9  |
| 图 7: 国内高端品牌占据了数字实验室系统市场份额 .....                | 10 |
| 图 8: 公司各类业务收入变化 .....                          | 11 |
| 图 9: 公司各类业务占比变化 .....                          | 11 |
| 图 10: 公司在硬件系统、控制软件和工程安装工艺上拥有多项国内外领先的先进技术 ..... | 12 |
| 图 11: 从创建中国第一块大屏幕开始, 公司已完成超过 1600 项大屏幕工程 ..... | 13 |
| 图 12: 公司直销占主营业务收入比例远大于威创股份 .....               | 13 |
| 图 13: 公司各类业务毛利率变化 .....                        | 14 |
| 图 14: 公司期间费用变化 .....                           | 14 |
| 图 15: 未来三年我国大规模铁路建设将进入收获季节 .....               | 15 |
| 图 16: 我国是个教育大国, 历来重视教育事业的发展 .....              | 17 |
| 图 17: GQY 高清立体拼接屏系统展现出震撼人心的立体效果和视觉冲击力 .....    | 18 |
| <br>   |    |
| 表 1: DLP 背投技术在目前大屏幕拼接显示系统市场占据了主导地位 .....       | 6  |
| 表 2: 主要竞争对手简介 .....                            | 8  |
| 表 3: 上海鑫森电子未来五年主要经营指标预测 .....                  | 18 |
| 表 4: 募投项目和投资金额 .....                           | 19 |
| 表 5: 分业务收入预测表 .....                            | 21 |
| 表 6: 盈利预测表 (百万元) .....                         | 22 |
| 表 7: 可比上市公司估值比较 .....                          | 23 |
| 附表: 财务报表预测与比率分析 .....                          | 24 |

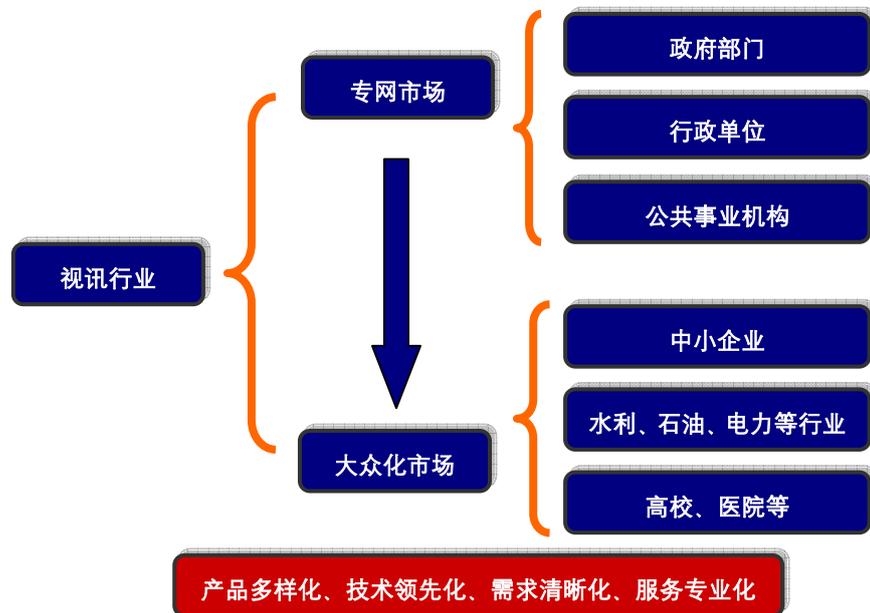
## 一、专业视讯领域，未来市场需求快速膨胀

### 1、技术进步和市场需求扩大推动视讯市场不断发展

近年来视讯行业蓬勃兴起，并且成为政府信息化和企业信息化的重要组成部分，**技术进步和市场需求扩大是视讯市场不断发展的原因**。视讯厂商和电信运营商在整个视讯产业链中起着非常关键的作用，随着二者广泛紧密的合作，将共同推动整个视讯行业发展，视讯行业未来会有爆发式增长。

视讯产品既包括电视、投影机等传统产品，也包括运用 LCD/PDP/DLP/LCOS 等新型显示技术制作的显示器件。随着网络环境的不断提升，视讯产品将会越来越融入人们的日常生活，**视讯的世界已经到来**。

**图 1：视讯行业未来发展趋势**



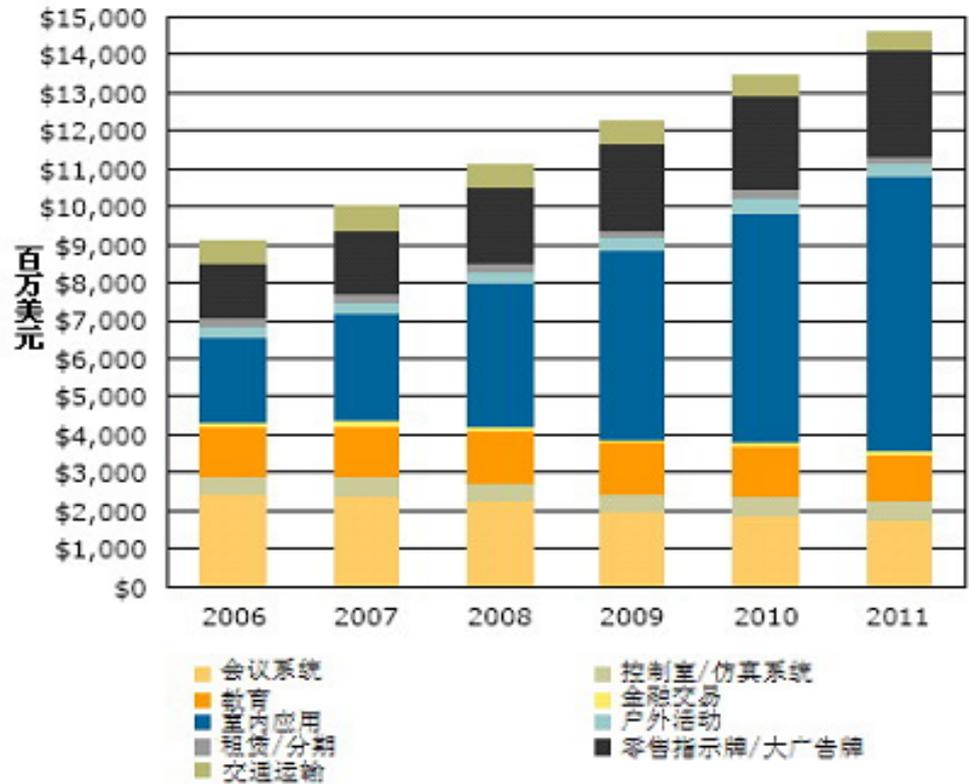
资料来源：东方证券研究所

### 2、专业视讯产品是视讯行业未来发展方向

视觉是人类获取信息最主要的方式，视讯产品有着巨大的市场容量。视讯产品按用户区分可分为通用视讯产品和专业视讯产品。通用视讯产品包括电视机等家电产品，产品使用广泛，市场容量巨大。专业视讯产品包括投影机、电子白板、视频会议系统、大屏幕拼接墙系统等产品，商用设备主要用于群体信息沟通和专业场合的显示。

根据 iSuppli 市场研究公司 2007 年出版的专业显示市场统计报告，全球专业视讯产品市场销售额在 2006 年达到 90 亿美元，共销售 400 万台/套专业视讯产品，其中会议系统、室内展示、广告显示以及教育市场份额位列前四位，销售金额分别达到 24 亿美元、23 亿美元、14 亿美元以及 13 亿美元；预计全球的专业视讯产品市场销售额将于 2011 年达到 145 亿美元。

图 2：会议系统、室内展示、广告显示以及教育位列专业视讯产品市场份额前四位



资料来源：iSuppli, 东方证券研究所

新型的专业视讯产品融合了多种信息技术，具有“供给导致需求”的特点，在产品导入期市场规模较小，一旦产品被市场接受，市场需求将快速上升。

### 3、大屏就是典型的专业视讯产品，产业规模发展势头迅猛

大屏幕拼接显示系统能使用户得到高亮度、高清晰度、真彩大画面的投影效果，投影屏幕视角广，使大屏幕前任何位置的工作人员都能获得鲜锐清晰的图像，便捷了工作人员之间的交流，就是典型的专业视讯产品。

大屏幕拼接显示系统涉及到基础显示技术、数字投影技术、处理器技术、软件控制技术、拼接技术等。其中，显示技术是本行业上游行业的核心技术。目前，大屏幕拼接显示系统分为多种类型，通常是以显示单元的显示媒介和工作原理来分，主要有以下几类：DLP（数码微镜）背投、CRT（阴极射线管）背投、3LCD 背投、LCOS 背投、LCD（液晶）、PDP（等离子）、LED 等。目前 DLP 投影显示已经成为大屏幕拼接显示系统产业的主流技术，其产品的市场份额也占有绝对的领先地位。

**表 1：DLP 背投技术在目前大屏幕拼接显示系统市场占据了主导地位**

|   | 类别     | 产品   | 应用领域  |
|---|--------|------|---|
| 大<br>屏<br>幕<br>拼<br>接<br>显<br>示<br>系<br>统 | 背投显示系统 | DLP  | 适用于商用领域，广泛适用于设计公安、军队、交通、政府、金融、能源、大型企业、广电等众多领域 |
|   |        | 3LCD | 商用主要应用于小型会议中心等对拼缝要求不高的场所，显示面见一般较小             |
|   |        | CRT  | 目前应用范围较小                                      |
|   | 平板显示系统 | LCOS | 目前应用范围较小                                      |
|   |        | LCD  | 商用主要应用于小型会议中心等对拼缝要求不高的场所，显示面见一般较小             |
|   |        | PDP  | 商用主要应用于小型会议中心等对拼缝要求不高的场所，显示面见一般较小             |
|   |        | LED  | 适用于商用领域，主要用于户外显示面积较大的体育、广告机市内显示费图像内容的金融、展览等领域 |

资料来源：公司公告，东方证券研究所

DLP 技术的核心是美国德州仪器公司开发的数字反射镜器件 DMD 芯片，DMD 芯片是在 CMOS 标准半导体制程上，加上一个可以调变反射面的旋转机构形成的器件。DLP 技术从 1987 年由 TI 公司发明以来，技术也在不断发展进步，从而带动 DLP 大屏幕产业的不断发展。

- ✚ 作为 DLP 技术的核心 DMD 芯片一直在不断发展。从第一代 DMD 芯片问世到现在第四代 DMD 芯片的推出，DLP 投影系统的分辨率和清晰度不断提高，目前分辨率可以达到 1280×768，对比度达到 10000:1，芯片的面积也在不断减小；
- ✚ DLP 大屏的成本不断降低。一方面，随着 DLP 技术的发展，DMD 芯片的价格不断降低；另一方面，原有 DLP 技术采用氙灯泡作为光源，而氙灯泡的工作寿命一般在 6000 小时左右，长时间的大屏工作需要导致定期更换灯泡，导致大屏的后期维护费用较高。目前，已经出现采用 LED 光源的 DLP 大屏，LED 光源工作寿命可以达到两万小时以上，大大降低了更换灯泡的维护费用；
- ✚ DLP 大屏的厚度不断减小。随着 DLP 大屏系统光学引擎等部件的尺寸不断减小，DLP 大屏幕的厚度不断减小。目前，DLP 大屏的厚度可以做到 20 厘米左右，基本等同于平板电视的尺寸。

随着社会经济高速增长、信息产业技术的快速发展，各个行业领域对信息交流的需求量不断增加，大屏幕拼接显示系统作为具有直观互动性的显示工具已经在公安、军队、交通、政府、高铁、金融、能源、大型企业、广电等众多领域得到了广泛的应用。

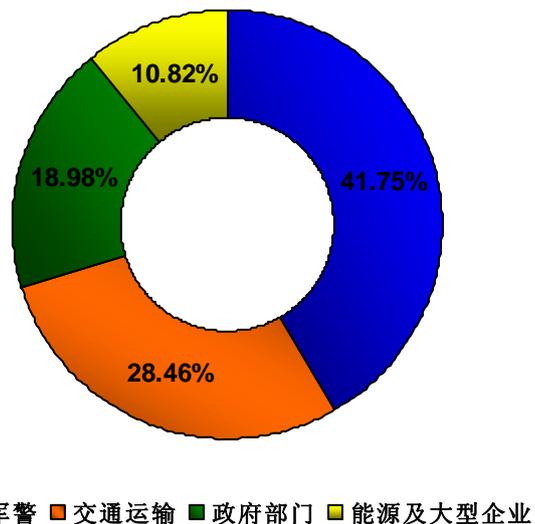
**图 3：大屏幕拼接显示系统在众多领域得到了广泛的应用**



资料来源：公司主页，东方证券研究所

近几年在国家发展信息产产业化政策性引导下，加之 911 事件，98 年伦敦地铁事件的促进，国家在公共安全应急指挥体系建设、平安城市建设及一系列推进数字化城市、交通等数字化政务管理的措施，涉及国民生产重要的公用和事业性及大型企业单位在现代化生产组织调度系统平台的完备、社会面安防、技防资源的日趋丰富，都产生了对拼接显示大屏幕的现实需求，极大的推动了国内大屏行业的发展。

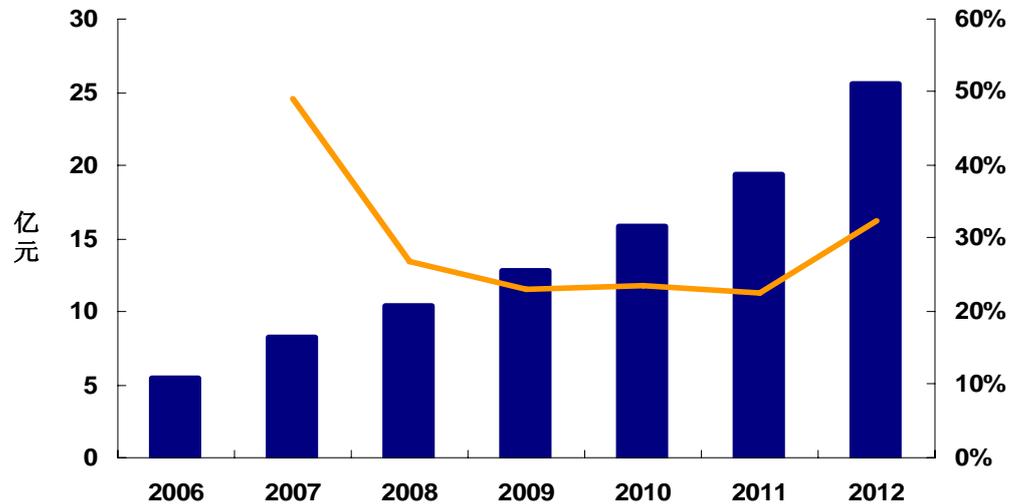
**图 4：十一五期间国内大屏幕拼接显示系统下游市场份额**



资料来源：东方证券研究所预测

大屏行业的产业规模发展势头迅猛。根据赛迪顾问预测，2006年中国大屏行业的产值为5.5亿元，2007年猛增到8.2亿元，2008年达到10.4亿，预计到2012年产值可以达到25.63亿元，平均增长率在25%左右。

图 5：我国大屏行业正处于快速发展期



资料来源：赛迪顾问，公司公告，东方证券研究所

在竞争方面，由 GQY、巴克公司 (Bacro)、三菱及国内的威创、中达为代表的厂商在提供高性能产品的同时，还能结合用户系统化应用需求，提供个性化应用解决方案。

表 2：主要竞争对手简介

| 竞争对手名称         | 竞争对手简介   |
|----------------|--|
| Barco 公司       | Barco 公司是世界专业市场上领先的视频和显示解决方案供应商。总部位于比利时，公司在欧洲、南北美洲及亚太地区都设有自己的市场销售、客户服务机构和生产研发基地。Barco 在全世界约有 3800 名员工，2010 年公司的销售额达到了 8.97 亿多欧元。Barco 业务涉足于控制室系统、模拟仿真和虚拟现实系统、演出与会展系统、媒体与娱乐系统、数字电影系统、空中交通管制系统、国防与安全、医疗成像系统、航空电子设备、纺织品和食品分类市场。 |
| 广东威创视讯科技股份有限公司 | 广东威创视讯科技股份有限公司主要从事数字显示拼接墙系统和交互数字平台的研发、生产、销售及服务；数字显示拼接墙系统产品中国市场占有率第一。   |
| 中达电通股份有限公司     | 中达电通股份有限公司总部设在上海浦东，主要产品包括变频器、PLC、交流伺服系统、数控系统、HMI、编码器、温控器与各类通信电源、UPS、DLP 背投式视像显示系统等，是台达电子集团的子公司。  |

资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

随着需求的不断增长，大屏行业将继续保持快速增长的趋势，DLP 技术仍将是未来几年大屏幕拼接显示系统的主流技术；随着综合国力的不断提高，公安、电信、电力、交通等领域对于终端显示系统的要求朝着大型化、高清晰化的方向发展；随着系统未来信息量的不断扩展和系统运行复杂度的不断提高，软件与服务成为影响行业内厂商未来发展的重要因素，行业内的厂商只有在软件和服务上不断提高才能在竞争中处于有利的地位。

#### 4、数字实验室系统是专业视讯产品在教育领域的重要产品

数字实验室系统是专业视讯产品在教育领域的重要产品。产品包括教师机（安装数字实验室管理和数据分析配套软件）、手持式主机（包括嵌入式系统，集采集、显示、处理为一体）、传感器（包括各种常规实验和探究性实验要求的理、化、生传感器）和配套教具，安装了“数字化实验室管理和数据分析配套软件”，拥有嵌入式系统，集采集、显示、处理于一体，同时拥有各种常规实验和探究性实验要求的理、化、生传感器，可完成教育部颁布的新课程标准针对物理、化学、生物、科学等学科所要求的全部探究性实验。

**图 6：公司数字实验室系统**



资料来源：公司主页，东方证券研究所

2006年7月19日教育部发布了与数字实验室建设相关的四个标准，这些标准中规定了初中物理、化学、生物、地理、科学五门学科中使用“计算机数据采集处理系统”，**这意味着，在我国初中、高中将普遍配备基于传感器测量的数字化教学实验系统，即建设高端探究性“数字实验室”。**

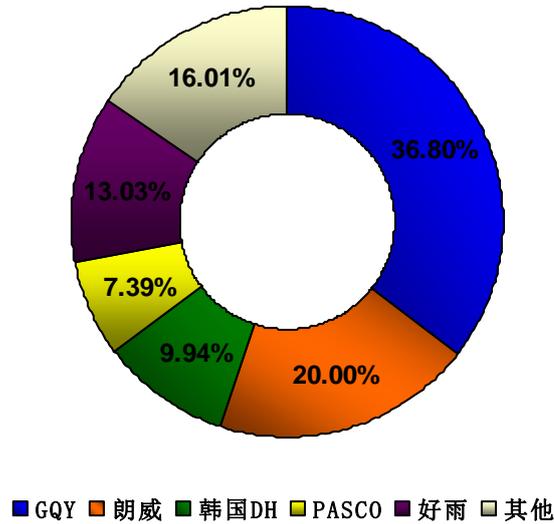
根据《2008年全国教育事业统计公报》显示，全国共有初中5.79万所，高中3.08万所。按照每所初高中配置物理、化学、生物数字实验室各一个，每个班级约50人，每个数字实验室的配置14套数字实验设备（其中13套学生用、1套教师用），每套设备按4,350元计算，全国的市场需求约为162亿元。

随着新课改的逐步深入，小学的教学自然实验仪器也必将向数字实验室系统转变。根据《2008年全国教育事业统计公报》显示，全国共有小学30.09万所，按每所学校配置1个数字实验室，每个数字实验设备装备14套（其中13套学生用、1套教师用），每套按4,350元计算，未来还将有约183亿元的市场容量。

数字实验室系统行业内产品目前主要存在进口品牌、国内高端品牌和其他品牌。公司数字实验室产品属于国内高端品牌，预计2009年占据了市场大约36%的份额，近两年市场占有率居国内第一。

目前国内生产厂家总共 10 家左右，主要品牌为 GQY 和朗威两家。GQY 技术比较成熟，配套比较齐全，在市场和技术上处于领先地位。

图 7：国内高端品牌占据了数字实验室系统市场份额



资料来源：东方证券研究所预测

国内产品主要包括公司的 GQY 品牌产品、山东远大公司的朗威品牌产品、南京苏威尔品牌产品、浙江上虞的胜昔品牌产品等，目前产品比较完善是公司产品和山东远大的朗威品牌产品；国外产品主要为美国 Pasco 品牌、和韩国的 DH 品牌等，产品在高校中应用较多，种类齐全但价格昂贵，占据市场份额比国内高端品牌少。

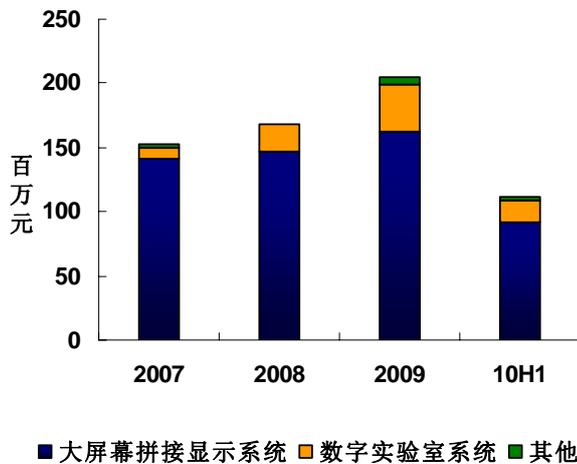
## 二、GQY 是专业视讯产品的开拓者和领先者

### 1、公司从做大屏起步，但现在早已超越单一产品模式

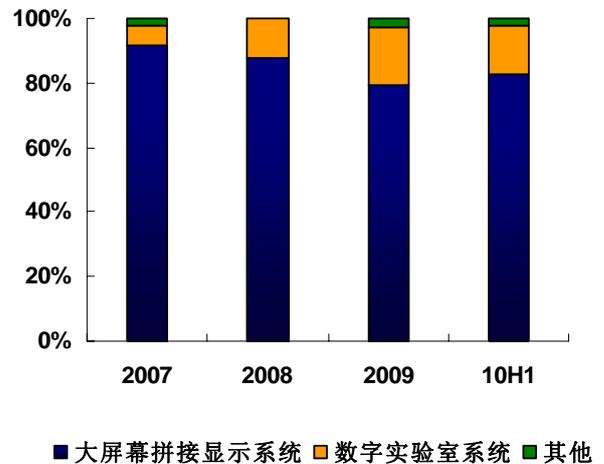
GQY 是国内领先的专业视讯产品制造商，专注于高科技视讯产品的研发、生产和销售以及应用解决方案的提供，目前产品类别主要为大屏幕拼接显示系统以及数字实验室系统。公司大屏幕拼接显示系统产品主要应用于公安、军队、交通、政府、金融、能源、大型企业、广电等众多领域，2007 年承建的北京奥运交通管理指挥中心大屏幕，是截至到目前的世界第一大屏。2009 年，主营收入中有 79% 左右来自大屏幕拼接显示系统业务，18% 左右来自数字实验室系统。近年来，**GQY 除大屏幕产品均保持良好发展态势，经营业绩稳步提升外，数字实验室系统产品正形成新的收入增长点。**

公司 2 月 25 日公告 2010 年业绩快报，去年公司实现营业收入为 25,191.48 万元，比去年增加 18.42%；归属于全体普通股股东的净利润 5,741.61 万，同比增长 10.90%。其中，2010 年大屏幕显示系统产品销售 18,019.56 万，比去年增加 11.37%，数字教育实验室产品销售 5,750.76 万，增长 56.09%。大屏幕显示系统产品低于预期，我们认为最主要的原因是公司的销售模式正在转型阶段，造成去年公司的订单略有下滑，以及公司的研发费用和员工工资大幅上升。

我们认为，今年是 GQY 上市第二年，加上之前的股权激励方案，不管从管理层还是员工都有信心保持业绩稳定增长，未来在保持技术领先的同时，销售模式也趋于成熟，深度协销的渠道营销模式对公司未来在大屏市场的开拓极为有利，以及研发费用，人员的投入都保证了未来公司的业绩稳定增长。大屏行业未来将保持 25%左右的复合增长，公司作为行业的龙头，预计，今明两年大屏幕显示系统产品复合增长 25%左右（不包括高铁领域），同时数字教育实验室产品继续保持 60%左右复合增长。

**图 8：公司各类业务收入变化**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 9：公司各类业务占比变化**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 2、创新是 GQY 最根本战略，技术进步推动了公司不断发展

创新，作为公司最根本、最核心的企业战略，贯穿公司经营发展历程。GQY 是国内首家研发、生产及销售大屏幕拼接显示系统的高科技公司。一直致力于将高性能产品、高标准技术、高质量服务提供给客户。产品市场占有率目前居国内领先地位。2009，著名商业杂志《福布斯》中文版在沪发布了“2009 年福布斯最具潜力中小企业榜”，公司荣登其中，成为唯一一家大屏幕拼接显示系统行业上榜企业。

技术进步是视讯市场不断发展的重要原因，推动了 GQY 不断开发新型的专业视讯产品满足市场需求，保持行业领先地位。公司大屏幕技术目前在国内占据领先地位，尤其适用于对图像清晰度、智能化要求极高的专业领域。专业化、高精尖将成为公司大屏幕的发展方向。

公司目前拥有和正在申请的专利 29 项（已取得 18 项，正在申请 11 项），拥有软件著作权 12 项。在大屏幕拼接显示系统领域，GQY 在硬件系统、控制软件和工程安装工艺上拥有多项国内外领先的先进技术。

**图 10：公司在硬件系统、控制软件和工程安装工艺上拥有多项国内外领先的先进技术**



资料来源：公司主页，东方证券研究所

公司的一体化双引擎成像技术荣获科学技术部颁发的“国家重点新产品证书”，是 GQY 独有的技术，国内外领先。**能保证系统永不黑屏**，同时能够保证显示单元内两个独立光学引擎的图像信号同步显示，极大地提高了系统的稳定性和可靠性。特别适用于要求系统全天候工作、故障时间极少的公安、应急指挥中心等部门，在北京奥运交通指挥管理中心的世界第一大屏即采用此项技术。正是基于一体化双机芯专利技术及偏振光立体成像原理，再配合独特图像处理系统，公司发明了高清立体拼接屏系统实现三维立体效果。

公司的超大屏幕拼接技术利用玻璃屏作超大屏幕拼接，采用多层复合、离散悬浮挂装等技术，保证玻璃屏与投影箱体的粘结强度，避免了因热胀冷缩等不利因素引起的微量变化，同时在屏幕拼接是保证了玻璃屏之间互不受力。**公司此项工艺可以建设超高度大规模拼接显示墙。**

### 3、销售模式优化推升公司业绩

目前，国内外大屏的销售模式分两种：直销模式和渠道模式。渠道模式可以为公司发掘更多的项目资源，扩大销售规模，同时还能为公司缓解现金流压力和风险。直销模式的优点在于能增加公司的利益，减少各级代理商的利润；同时还能树立公司的品牌优势。

GQY 充分发挥十多年积累的深厚直销经验，对特大型项目实行直销，成功实施了众多标杆工程，树立了良好的品牌形象。近年来，公司依据行业发展特点，采用深度协销的渠道营销模式，在营销政策、技术支持、市场推广、培训服务等各方面为代理商提供服务，并发挥自身品牌、技术、服务、营销的系统优势，大力发展代理商，扩大市场份额。不仅加深了代理合作关系、开拓了新的市场领域，而且使得公司能够更准确地把握市场动向，及时促进公司产品与技术的提升。公司在全国二十余个重点城市设立了办事处，确保了与最终客户保持面对面的直接沟通和快捷服务。公司凭借一系列的标杆工程树立高端品牌优势，而渠道模式深入发展则极大推动了市场拓展。

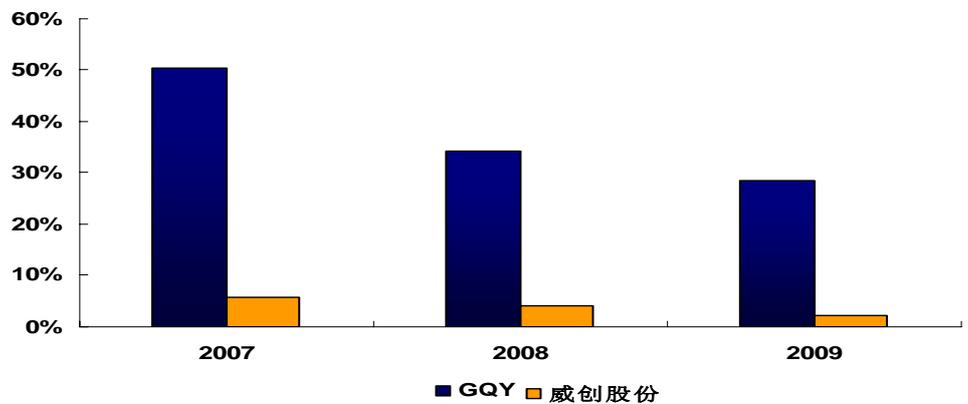
图 11：从创建中国第一块大屏幕开始，公司已完成超过 1600 项大屏幕工程



资料来源：公司主页，东方证券研究所

与威创股份相比，前些年公司在大屏幕领域的市场占有率并不是第一，这与以前公司的销售模式有关。公司的直销占主营业务收入比例比较高，这意味着公司能够黏住大客户，做出自己的品牌（比如中国第一屏：央视演播大屏、世界第一屏：北京奥运交通指挥系统、全军第一屏：中俄“和平使命”军演大屏、应急联动第一屏：上海应急联动中心），但同时也会无暇顾及一些中小客户。随着募投项目资金到位，公司也在不断发展深度协销的渠道营销模式，大力发展代理商，扩大市场份额。我们认为深度协销的渠道营销模式更有利于拿大屏幕订单，对公司未来在大屏幕市场的开拓极为有利。

图 12：公司直销占主营业务收入比例远大于威创股份



资料来源：东方证券研究所

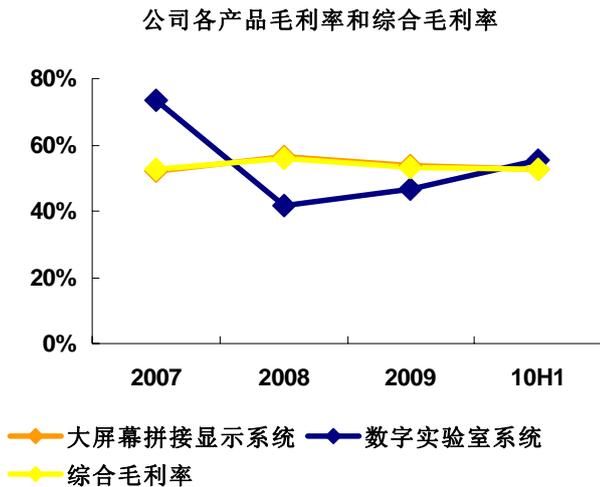
#### 4、毛利率保持较高水平，费用率将呈下降趋势

公司所处行业竞争较大，但作为国内 DLP 大屏幕拼接显示系统的领导厂商之一，在技术领先、营销能力和品牌声誉上都具有明显的优势，使公司保持着较高的盈利水平。2007-2009 年 GQY 每年毛利率均保持在 52% 以上，三年平均毛利率为 53.76%，期间略有波动。

主营业务收入主要来源于大屏幕拼接系统销售，占公司主营业务收入的 80% 左右。大屏幕系统销售毛利率的稳定保证了主营业务毛利率的稳定，最终保证了综合毛利率的稳定。2010 年上半年数字实验室产品毛利率比上年同期有较大比例上升，主要原因是：原材料芯片价格下降影响毛利率 6.21%，通用外购件采购减少影响毛利 7.96%，委托加工方式改善提升毛利率 5.45%。我们预计数字实验室产品毛利率未来将保持稳定。

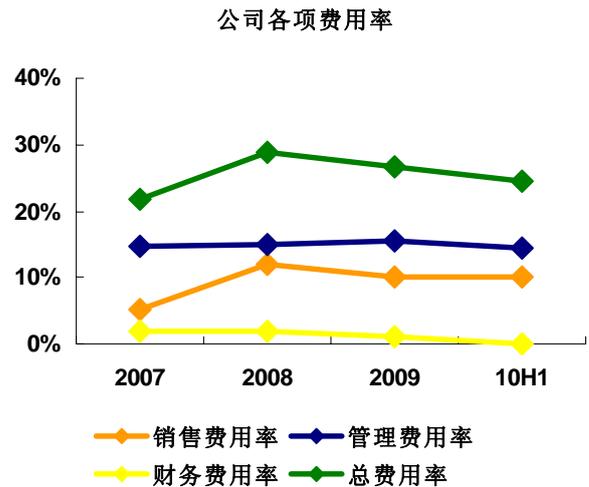
2007-2009 年公司费用率为 21.64%、28.73%、26.54%，略有上升。其中销售费用增长较快，主要是因为公司销售费用随着公司业务增长而相应增长。我们预计在新产品完成推广之后，公司的费用率将呈下降趋势。

图 13：公司各类业务毛利率变化



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 14：公司期间费用变化



资料来源：公司公告，东方证券研究所

近年来，公司通过不断的设备改造和技术创新，扩大了公司的经营规模，改善了公司产品结构。目前，主要产品的市场需求量不断扩大。公司将继续巩固在大屏幕拼接显示系统方面的优势，一方面扩大产能，另一方面对产品结构以及技术进一步优化升级，提高产品附加值，同时开拓数字实验教学系统产品的市场。

综合考虑上述因素，主营业务收入将会快速增长，毛利率在保持较高水平，期间费用会有下降趋势，我们预计未来三年 GQY 盈利能力逐年提升，前景可观。

### 三、高铁建设、教改深入将推动公司快速发展

#### 1、国家高铁建设对公司大屏幕需求急剧上升

目前大屏幕拼接显示系统在众多领域市场空间都非常巨大，预计到 2012 年产值可以达到 25.63 亿元。2008 年国务院《中长期铁路网规划》提出，到 2020 年将建设高铁 1.6 万公里以上，未来三年我国大规模铁路建设将进入收获季节。

图 15：未来三年我国大规模铁路建设将进入收获季节



资料来源：新华社，东方证券研究所

铁道部未来将在北京、上海、广州等重要城市建设八个高铁专线调度指挥中心，每个指挥中心将应用超过 256 套高端拼接屏，对 80 英寸大屏需要急剧上升（80 英寸屏与 60 英寸屏有本质区别，前者毛利率高，一块 20 多万左右），总应用量将超过 2000 套，近期对大屏幕需求有 4 个亿左右市场空间。

这次高铁专线调度指挥中心招标由铁道部统一招标，我们认为统一招标的时点正在临近，GQY、威创股份、比利时的巴克公司将占据绝大多数市场份额。相比威创股份，公司的技术更领先（一体化双引擎成像技术、高清立体拼接屏技术等），相比巴克公司，公司的深度协销的渠道营销模式更有利于拿高铁领域的大屏幕订单，对未来在高铁领域大屏幕市场的开拓极为有利，预计公司未来两年将占据高铁领域 15%以上的市场。除了这八个枢纽中心，高铁沿线每个站点均会建设客运专线调度指挥中心，到 2015 年，对于大屏幕的总需求将超过 30 亿。公司目前在铁路领域承建多个项目，产品应用于监控指挥中心。

## 2、其他新兴领域对公司大屏幕需求也相当旺盛

在城市轨道交通领域，今年中国城市轨道交通建设将呈现火爆局面。2009年国务院已经批复了22个城市的地铁建设规划，总投资8820.03亿元。到2015年前后，我国建成和在建轨道交通线路将达到158条，总里程将超过4189公里。具体到大屏幕在其中的应用：每条线路对于大屏幕的应用约在700-1000万元左右，对于大屏幕的总需求将达到10亿。

同样在IP视频监控等新兴领域对大屏幕需求也相当旺盛。基于IP的视频监控最主要的优点就是只要是IP网络可以到达的地方就可以实现视频监控和记录。如今IP网络的触角已经伸到社会几乎每一个角落，带宽的发展和价格的不断下降为IP视频监控的普及创造了便利条件。**IP网络视频监控已经成为视频监控发展的大势所趋。**根据赛迪顾问的预测，未来5年，我国IP网络视频监控市场将以31.79%的复合增长率增长，2013年的市场规模达到141.5亿元。

近年来“平安城市”、“平安校园”等在全国范围的开展和深入，机场、地铁以及景区等用户对于视频监控覆盖范围、监控点数以及网络传输I/O等要求的不断提升，IP视频监控正成为我国视频监控市场重要的拉动因素。

随着一些大型企业现代生产管理平台日趋先进、生产作业自动化控制程度越来越高，大屏幕拼接显示系统在数据监控、现场监控、生产作调度控制现场的应用越来越广泛。电力、钢铁、煤炭、港口等行业对大屏幕拼接显示系统的需求越来越大。

## 3、教改持续深入促使公司教育领域产品呈现爆发式增长

我国是个教育大国，历来重视教育事业的发展。为全面落实科学发展观，在《国家教育事业发展“十一五”规划纲要》中，强调要“全面实施素质教育，深化教育改革，提高教育质量”；并提出要“加快教育信息化步伐，以教育信息化带动教育现代化，加快普及信息技术教育，全面提高教师和学生运用信息技术的能力，实现信息技术与教育教学的有机结合。”

图 16：我国是个教育大国，历来重视教育事业的发展

# 教育事业发展的主要目标

《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010—2020年）》（公开征求意见稿）明确提出——

|               | 2009年 | 2015年 | 2020年 |
|---------------|-------|-------|-------|
| <b>学前教育</b>   |       |       |       |
| 幼儿在园人数（万人）    | 2658  | 3530  | 4000  |
| 学前三年毛入园率（%）   | 50.9  | 62.0  | 75.0  |
| 学前一年毛入园率（%）   | 74.0  | 90.0  | 95.0  |
| <b>九年义务教育</b> |       |       |       |
| 在校生（万人）       | 15772 | 16100 | 16500 |
| 巩固率（%）        | 90.8  | 93.0  | 95.0  |
| <b>高中阶段教育</b> |       |       |       |
| 在校生（万人）       | 4624  | 4500  | 4700  |
| 毛入学率（%）       | 79.2  | 87.0  | 90.0  |
| <b>职业教育</b>   |       |       |       |
| 中等职业教育在校生（万人） | 2179  | 2250  | 2350  |
| 高等职业教育在校生（万人） | 1280  | 1390  | 1480  |
| <b>高等教育</b>   |       |       |       |
| 在学总规模（万人）     | 2979  | 3350  | 3550  |
| 在校生（万人）       | 2826  | 3080  | 3300  |
| 其中：研究生（万人）    | 140   | 170   | 200   |
| 毛入学率（%）       | 24.2  | 36.0  | 40.0  |
| <b>继续教育</b>   |       |       |       |
| 从业人员继续教育（万人次） | 16600 | 29000 | 35000 |

周大庆 编制 新华社发

资料来源：新华社，东方证券研究所

数字实验室系统是专业视讯产品在教育领域的重要产品。课改后，规定在我国初中、高中将普遍配备基于传感器测量的数字化教学实验系统，即建设高端探究性“数字实验室”，教育领域的体量将会无比庞大，大约有 345 亿市场空间。目前公司的市场在北京、山东、长三角、珠三角等沿海城市，这也是公司未来的主战场，相比内陆，这里的学校资金比较充裕，适合开展教育数字化。

2010 年 11 月，GQY 子公司奇科威数字教学设备有限公司收购上海鑫森电子科技有限公司股权并增资，完成后成为鑫森电子第一大股东。鑫森电子在 2010 年上半年成立，虽然时间不长，但公司却拥有一批行业从业经验达到十余年的专业团队，在积极参与上海市各地区普教系统的校园多媒体电教设备及弱电综合布线、网络系统集成项目的招投标工作中，凭借完善的技术方案、严谨的施工流程管理、性价比高的合理价格、考虑周全的售后服务，先后在徐汇、长宁、虹口、静安、嘉定、崇明、宝山、松江等教育局中标，签订合同金额已超三千万。

根据公司公告，鑫森电子 2010 年税后净利润不低于 400 万元，2011 年税后净利润不低于 520 万元，2012 年税后净利润不低于 624 万元，2013 年税后净利润不低于 748 万元。为减少投资风险，鑫森电子原控制人陈忠伟和聂永荣在协议中对上海鑫森电子 2010 以及未来三年业绩实现做出承诺，若未能实现业绩陈忠伟和聂永荣将以现金予以补足。未来鑫森帮助公司推广教育产品，同时也代理其他教育产品，负责校园多媒体电教设备、弱电综合布线、网络系统集成前期的设计、解决方案及后期的安装、维护、修复及相关技术支持。奇科威教学通过与鑫森电子的市场协作，大大强化了奇科威教学在华东区域、长三角地区的领导地位。

**表 3：上海鑫森电子未来五年主要经营指标预测**

| 项目/年度 | 2010 年 | 2011 年  | 2012 年  | 2013 年   | 2014 年   |
|-------|--------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入  | 4100   | 5945    | 8025.75 | 10834.76 | 14085.19 |
| 营业成本  | 3075   | 4339.85 | 5858.80 | 8126.07  | 10563.89 |
| 营业利润  | 1025   | 1605.15 | 2166.95 | 2708.69  | 3521.297 |
| 利润总额  | 525    | 689     | 824.506 | 1025.21  | 1412.78  |
| 净利润   | 393.75 | 516.75  | 618.38  | 768.91   | 1059.58  |

资料来源：公司公告，东方证券研究所

#### 4、3D 拼接屏技术将开拓新的市场空间

自《阿凡达》上映以来，全球票房已经突破了 27 亿美元。《阿凡达》票房奇迹的背后，蕴藏的强大科技也让世人瞩目，人们看的不是《阿凡达》，而是 3D 技术的未来。随着科学技术的日新月异，3D 技术也被广泛运用在专业视讯领域，大屏行业从此迎来风起云涌的 3D 热潮。

公司于 2010 年 7 月 22 日在北京人民大会堂隆重发布新技术——高清立体拼接屏系统（3D 拼接屏），这是专业视讯领域内一项具有划时代意义的重大发明，是一项世界领先的技术。GQY 高清立体拼接屏系统采用一体化双机芯专利技术及偏振光立体成像原理，配合独特图像处理系统，实现三维立体效果。3D 拼接屏系统具有极高分辨率，支持各类 3D 高清信号源，可完成任意规模的 3D 拼接屏组合。GQY 高清立体拼接屏系统配合 GQY 高清立体摄像机，实现实时监控、远程传输，填补了世界实时远程立体监控的空白。该技术是行业内首创技术，引领指挥监控和全显示的未来发展趋势，将在专业视讯领域掀起一场影响深远的革命。

**图 17：GQY 高清立体拼接屏系统展现出震撼人心的立体效果和视觉冲击力**


资料来源：东方证券研究所

3D 拼接屏在军队武警指挥军演、公安边防实时监控、气象水利监测预报、道路交通全景显示，以及民航轨道运营指挥、地震遥测实景监控乃至医疗、教育、会展、导航等诸多领域市场需求相当旺盛。近日公司公告将使用超募资金 4,558.64 万元购买编号为“慈国用 2007 第 241069 号”土地及地面建筑资产用于生产 3D 拼接屏，对于构建 GQY 新的利润增长点将起到至关重要的作用，我们预计今明两年公司 3D 拼接屏收入有望实现突破。

## 四、盈利预测与估值分析

### 1、募投项目将巩固公司行业地位，丰富公司产品结构

公司 IPO 募投项目投入资金约 27,000 万元，投资生产高清大屏幕拼接显示系统项目、生产 1 万套数字实验室系统项目和主营业务相关的运营资金三个项目。

**表 4：募投项目和投资金额**

| 项目名称             | 项目实施单位          | 募集资金投资额（万元） |
|------------------|-----------------|-------------|
| 生产高清大屏幕拼接显示系统项目  | 宁波奇科威智能科技有限公司   | 22,740      |
| 生产 1 万套数字实验室系统项目 | 宁波奇科威数字教学设备有限公司 | 4,050       |
| 其他与主营业务相关的营运资金   |                 |             |

资料来源：公司公告，东方证券研究所

生产高清大屏幕拼接显示系统项目的实施，将使公司的技术水平和产品开发能力再上一个台阶，巩固和扩大现有技术优势；使公司的生产规模得到进一步扩张，巩固公司在大屏幕拼接显示系统行业的领先地位；使公司的生产工艺、质量控制、建造施工能够满足大屏幕拼接显示系统需求大型化、高清晰的发展潮流。

生产 1 万套数字实验室系统项目建成投产后，将公司主营业务的产品结构从大屏幕拼接显示系统延伸到数字实验室系统，丰富了公司主营业务的产品结构，符合公司的发展战略。

从中长期来看，募投项目均具有较高的投资回报率，随着两个项目陆续产生效益，公司销售收入和利润水平将有大幅提高，使公司盈利能力不断增强，竞争力不断提高。本次 IPO 超募资金 5.5 亿左右，也为公司后续不断开发新产品提供了保障。

### 2、盈利预测

**大屏幕拼接显示系统业务未来 3 年收入增长率为 11.4%、29.5%、37.3%。主要基于：**

大屏行业的产业规模发展势头迅猛，在不考虑高铁领域的应用，2008 年中国大屏行业的产值为 10.4 亿，预计到 2012 年产值可以达到 25.63 亿元，平均增长率在 25%左右。公司是本领域的先行者和市场龙头，将在传统领域大屏幕市场占有率不断提升，未来三年保持 25.56%的年均复合增长率。

高速铁路的建设投资对 80 英寸大屏需要急剧上升，总应用量将超过 2000 套，近期对大屏幕需求有 4 个亿左右市场空间。公司的深度协销的渠道营销模式更有利于拿高铁领域的大屏幕订单，对未来在高铁领域大屏幕市场的开拓极为有利，预计公司未来两年将占据高铁领域 15%以上的市场。

**电子实验室系统业务未来 3 年收入增长率为 56.1%、55.2%、58.6%。主要基于：**

数字实验室系统随着教育部课改的持续深入，未来市场将越来越大，大约有 345 亿市场空间。目前公司的市场在北京、山东、长三角、珠三角等沿海城市，这也是公司未来的主战场，相比内陆，这里的学校资金比较充裕，适合开展教育数字化。同时奇科威教学通过与鑫森电子的市场协作，将有利于 GQY 进一步稳固上海区域市场的占有率。由于基数较小，我们预计未来三年的年均复合增长率为 60%左右。

由于电子类产品价格整体呈下降趋势，假设公司产品价格继续下降，大屏幕拼接显示系统价格未来三年分别是 8.2、7.8 和 7.5 万元每套（但高铁领域的大屏幕未来三年价格仍能保持 20 万元左右每套），毛利率将保持 54%以上。在公司不断推出新产品的预期下，未来三年电子实验室系统分别是 0.65、0.63 和 0.61 万元每套，毛利率将保持 50%以上。

随着公司收入的快速增长，我们预计在新产品完成推广之后，公司的费用率将呈下降趋势，财务费用将会减少。

**表 5：分业务收入预测表**

|                  | 2009A        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>大屏幕拼接显示系统</b> |              |              |              |              |
| <b>传统领域大屏幕</b>   |              |              |              |              |
| 销售量 (套)          | 1866.0       | 2198.0       | 2860.0       | 3870.0       |
| 增长率 (YOY)        | 35.4%        | 17.8%        | 30.1%        | 35.3%        |
| 单价 (万元)          | 8.67         | 8.20         | 7.80         | 7.50         |
| 增长率 (YOY)        | -18.7%       | -5.4%        | -4.9%        | -3.8%        |
| 销售收入 (百万元)       | 161.8        | 180.2        | 223.1        | 290.3        |
| 增长率 (YOY)        | 10.2%        | 11.4%        | 23.8%        | 30.1%        |
| <b>高铁领域大屏幕</b>   |              |              |              |              |
| 销售量 (套)          |              |              | 50.0         | 150.0        |
| 增长率 (YOY)        |              |              |              | 200.0%       |
| 单价 (万元)          |              |              | 20.50        | 20.00        |
| 增长率 (YOY)        |              |              |              | -2.4%        |
| 销售收入 (百万元)       |              |              | 10.3         | 30.0         |
| 增长率 (YOY)        |              |              |              | 192.7%       |
| 销售收入 (百万元)       | <b>161.8</b> | <b>180.2</b> | <b>233.3</b> | <b>320.3</b> |
| 增长率 (YOY)        | 10.2%        | 11.4%        | 29.5%        | 37.3%        |
| 毛利率 (%)          | 53.7%        | 54.0%        | 54.5%        | 54.5%        |
| <b>电子实验室系统</b>   |              |              |              |              |
| 销售量 (套)          | 6168.0       | 8847.0       | 14168.0      | 23200.0      |
| 增长率 (YOY)        | 56.6%        | 43.4%        | 60.1%        | 63.7%        |
| 单价 (万元)          | 0.60         | 0.65         | 0.63         | 0.61         |
| 增长率 (YOY)        | 13.2%        | 8.3%         | -3.1%        | -3.2%        |
| 销售收入 (百万元)       | <b>36.8</b>  | <b>57.5</b>  | <b>89.3</b>  | <b>141.5</b> |
| 增长率 (YOY)        | 77.9%        | 56.1%        | 55.2%        | 58.6%        |
| 毛利率 (%)          | 46.3%        | 53.0%        | 52.0%        | 51.0%        |
| <b>其他</b>        |              |              |              |              |
| 销售收入 (百万元)       | <b>5.7</b>   | <b>6.2</b>   | <b>8.6</b>   | <b>12.1</b>  |
| 毛利率 (%)          | 68.5%        | 69.0%        | 69.0%        | 69.0%        |
| <b>其他业务</b>      |              |              |              |              |
| 销售收入 (百万元)       | <b>8.4</b>   | <b>8.0</b>   | <b>10.0</b>  | <b>12.0</b>  |
| 毛利率 (%)          | 62.2%        | 70.0%        | 70.0%        | 70.0%        |
| <b>合计 (百万元)</b>  | <b>212.7</b> | <b>251.9</b> | <b>341.2</b> | <b>485.9</b> |
| 增长率 (YOY)        | 20.9%        | 18.4%        | 35.5%        | 42.4%        |

资料来源：东方证券研究所

我们预期公司 2010-2012 年销售收入分别为 2.52 亿、3.41 亿、4.86 亿；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.57 亿元、0.84 亿、1.24 亿元；对应 EPS 分别为 0.54 元、0.79 元、1.17 元。

**表 6：盈利预测表（百万元）**

|                  | 2009A       | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入             | 213         | 252         | 341         | 486         |
| 营业成本             | 100         | 112         | 152         | 219         |
| 营业税金及附加          | 2           | 3           | 4           | 6           |
| 营业费用             | 20          | 33          | 41          | 51          |
| 管理费用             | 32          | 42          | 55          | 73          |
| 财务费用             | 2           | -1          | -2          | -3          |
| 资产减值损失           | -1          | 1           | 0           | 0           |
| 公允价值变动收益         | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 投资净收益            | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>营业利润</b>      | <b>58</b>   | <b>62</b>   | <b>92</b>   | <b>140</b>  |
| 营业外收入            | 7           | 11          | 12          | 14          |
| 营业外支出            | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>      | <b>64</b>   | <b>73</b>   | <b>104</b>  | <b>154</b>  |
| 所得税              | 11          | 13          | 17          | 25          |
| <b>净利润</b>       | <b>53</b>   | <b>59</b>   | <b>87</b>   | <b>128</b>  |
| 少数股东损益           | 2           | 2           | 3           | 4           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>52</b>   | <b>57</b>   | <b>84</b>   | <b>124</b>  |
| <b>EPS (元)</b>   | <b>0.49</b> | <b>0.54</b> | <b>0.79</b> | <b>1.17</b> |

资料来源：东方证券研究所

### 3、估值分析

我们选取与公司业务模式与特点类似的 10 家公司进行对比，目前行业可比公司 2010、2011 年平均 PE 分别为 59 和 39 倍。给予公司 2011 年 37 倍 PE，12 个月的目标价为 29.2 元，首次给予公司“增持”评级。

**表 7：可比上市公司估值比较**

| 证券代码      | 证券简称 | 2010PE    | 2011PE    | 2012PE    |
|-----------|------|-----------|-----------|-----------|
| 002308.SZ | 威创股份 | 39        | 30        | 22        |
| 300074.SZ | 华平股份 | 83        | 60        | 44        |
| 300167.SZ | 迪威视讯 | 55        | 38        | 24        |
| 002415.SZ | 海康威视 | 44        | 32        | 24        |
| 002236.SZ | 大华股份 | 47        | 29        | 20        |
| 002528.SZ | 英飞拓  | 62        | 37        | 26        |
| 002214.SZ | 大立科技 | 73        | 44        | 32        |
| 002414.SZ | 高德红外 | 44        | 33        | 27        |
| 002296.SZ | 辉煌科技 | 66        | 42        | 30        |
| 300150.SZ | 世纪瑞尔 | 77        | 48        | 34        |
| <b>平均</b> |      | <b>59</b> | <b>39</b> | <b>28</b> |

资料来源：Wind，东方证券研究所

## 4、风险提示

### 新产品开发的风险

公司经营一直坚持以市场为导向，对市场的需求具有快速反应能力，按照市场的要求来研发和设计自己的产品一直是公司的经营方针和发展战略，公司此种经营战略有可能由于新产品市场开发的不确定性而对公司的经营造成一定的风险。

### 市场竞争的风险

大屏幕拼接显示系统行业市场化程度很高，企业数量众多，市场集中度较低，行业的这种特点将使公司面临一定的市场竞争风险。

### 募集资金使用曾遭证监局责令改正的风险

中国证券监督管理委员会宁波证监局于 2010 年 11 月 11 日对公司进行了募集资金专项检查，根据检查中发现的问题，出具了（2010）6 号《关于对宁波 GQY 视讯股份有限公司采取责令改正措施的决定》。

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表              |             |              |              |              |
|----------------|------|-------|-------|-------|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |      |       |       |       | 单位:百万元           |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度             | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>    | 166  | 991   | 1,065 | 1,196 | <b>营业收入</b>      | 213         | 252          | 341          | 486          |
| 现金             | 35   | 815   | 839   | 874   | 营业成本             | 100         | 112          | 152          | 219          |
| 应收账款           | 88   | 103   | 138   | 198   | 营业税金及附加          | 2           | 3            | 4            | 6            |
| 其它应收款          | 11   | 27    | 29    | 42    | 营业费用             | 20          | 33           | 41           | 51           |
| 预付账款           | 12   | 14    | 18    | 27    | 管理费用             | 32          | 42           | 55           | 73           |
| 存货             | 16   | 30    | 38    | 53    | 财务费用             | 2           | -1           | -2           | -3           |
| 其他             | 4    | 2     | 3     | 3     | 资产减值损失           | -1          | 1            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 113  | 182   | 207   | 229   | 公允价值变动收益         | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | -    | -     | -     | -     | 投资净收益            | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 24   | 126   | 165   | 196   | <b>营业利润</b>      | 58          | 62           | 92           | 140          |
| 无形资产           | 27   | 21    | 15    | 9     | 营业外收入            | 7           | 11           | 12           | 14           |
| 其他             | 62   | 35    | 28    | 24    | 营业外支出            | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 279  | 1,173 | 1,272 | 1,425 | <b>利润总额</b>      | 64          | 73           | 104          | 154          |
| <b>流动负债</b>    | 88   | 90    | 104   | 131   | 所得税              | 11          | 13           | 17           | 25           |
| 短期借款           | 33   | 27    | 29    | 29    | <b>净利润</b>       | 53          | 59           | 87           | 128          |
| 应付账款           | 19   | 21    | 28    | 41    | 少数股东损益           | 2           | 2            | 3            | 4            |
| 其他             | 37   | 42    | 47    | 62    | <b>归属于母公司净利润</b> | 52          | 57           | 84           | 124          |
| <b>非流动负债</b>   | 14   | 20    | 18    | 15    | EBITDA           | 63          | 69           | 105          | 158          |
| 长期借款           | 14   | 13    | 12    | 9     | <b>EPS (元)</b>   | 0.49        | 0.54         | 0.79         | 1.17         |
| 其他             | -    | 6     | 6     | 6     |                  |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 102  | 110   | 123   | 146   | <b>主要财务比率</b>    |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 5    | 7     | 10    | 14    | <b>会计年度</b>      | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 股本             | 39   | 106   | 106   | 106   | <b>成长能力</b>      |             |              |              |              |
| 资本公积           | 20   | 796   | 796   | 796   | 营业收入             | 20.9%       | 18.4%        | 35.5%        | 42.4%        |
| 留存收益           | 113  | 155   | 238   | 362   | 营业利润             | 30.5%       | 8.0%         | 48.1%        | 52.0%        |
| 归属母公司股东权益合计    | 173  | 1,056 | 1,140 | 1,264 | 归属于母公司净利润        | 29.8%       | 10.9%        | 45.9%        | 48.3%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 279  | 1,173 | 1,272 | 1,425 | <b>获利能力</b>      |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率              | 53.1%       | 55.6%        | 55.5%        | 55.0%        |
| <b>现金流量表</b>   |      |       |       |       | 净利率              | 24.3%       | 22.8%        | 24.5%        | 25.6%        |
|                |      |       |       |       | ROE              | 30.0%       | 5.4%         | 7.3%         | 9.8%         |
|                |      |       |       |       | ROIC             | 22.7%       | 4.6%         | 6.3%         | 8.8%         |
| <b>经营活动现金流</b> | 39   | 47    | 63    | 78    | <b>偿债能力</b>      |             |              |              |              |
| 净利润            | 53   | 59    | 87    | 128   | 资产负债率            | 36.5%       | 9.4%         | 9.6%         | 10.3%        |
| 折旧摊销           | 3    | 8     | 16    | 21    | 净负债比率            |             |              |              |              |
| 财务费用           | 2    | -1    | -2    | -3    | 流动比率             | 1.87        | 11.02        | 10.21        | 9.10         |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     | 速动比率             | 1.69        | 10.68        | 9.85         | 8.70         |
| 营运资金变动         | -19  | -33   | -49   | -83   | <b>营运能力</b>      |             |              |              |              |
| 其它             | -1   | 14    | 11    | 15    | 总资产周转率           | 0.83        | 0.35         | 0.28         | 0.36         |
| <b>投资活动现金流</b> | -24  | -80   | -41   | -42   | 应收账款周转率          | 2.18        | 2.17         | 2.32         | 2.36         |
| 资本支出           | -24  | -93   | -47   | -47   | 应付账款周转率          | 6.42        | 5.58         | 6.22         | 6.39         |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>每股指标 (元)</b>  |             |              |              |              |
| 其他             | 0    | 13    | 6     | 5     | 每股收益             | 0.49        | 0.54         | 0.79         | 1.17         |
| <b>筹资活动现金流</b> | -8   | 813   | 3     | -1    | 每股经营现金流          | 0.37        | 0.44         | 0.59         | 0.73         |
| 短期借款           | 6    | -5    | 2     | -0    | 每股净资产            | 1.63        | 9.97         | 10.76        | 11.93        |
| 长期借款           | -16  | -0    | -1    | -3    | <b>估值比率</b>      |             |              |              |              |
| 普通股增加          | 0    | 67    | 0     | 0     | P/E              | 51.35       | 46.30        | 31.74        | 21.41        |
| 资本公积增加         | 1    | 776   | 0     | 0     | P/B              | 15.41       | 2.52         | 2.33         | 2.10         |
| 其他             | 2    | -24   | 2     | 3     | EVEBITDA         | 42.8        | 38.9         | 25.5         | 17.0         |
| <b>现金净增加额</b>  | 8    | 780   | 24    | 35    |                  |             |              |              |              |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)